



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪363号

上海紫江（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海紫江（集团）有限公司2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十八日

上海紫江（集团）有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	上海紫江（集团）有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	5 年期，2016/03/18—2021/03/18，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2015/11/16		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

紫江集团	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	63.21	63.36	69.01	68.83
总资产（亿元）	221.15	231.55	231.28	250.16
总债务（亿元）	130.82	143.53	135.51	150.39
营业总收入（亿元）	101.76	112.58	99.30	24.92
营业毛利率（%）	21.23	20.96	23.35	24.15
EBITDA（亿元）	16.57	15.30	15.20	-
所有者权益收益率（%）	5.43	4.97	5.03	-0.92
资产负债率（%）	71.42	72.64	70.16	72.48
总债务/EBITDA（X）	7.89	9.38	8.91	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.35	1.92	2.01	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2016 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2015 年，上海紫江（集团）有限公司（以下简称“紫江集团”或“公司”）整体经营较为稳定，公司饮料包装业务市场地位稳固，紫竹高新区发展态势良好，综合实力不断提升，融资渠道依然较为畅通，仍保持很强的偿债能力。但中诚信证评也关注到公司债务规模较大、财务杠杆较高、公司房地产业务收入波动较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持紫江集团主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定；维持“上海紫江（集团）有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用级别 AA⁺。

正 面

- 公司饮料包装业务市场地位稳固。公司与众多饮料巨头建立了长期稳定的合作关系，2015 年，公司在国内饮料塑料包装行业仍然处于寡头垄断地位，市场地位稳固。
- 紫竹高新区发展态势良好，综合实力不断提升。截至 2016 年 3 月末，紫竹高新区共入驻 1,044 家企业，2015 年，紫竹高新区税收总收入和工业总产值分别为 50.77 亿元和 129.53 亿元，保持较快增长速度。
- 融资渠道依然较为畅通。公司拥有两家上市公司——上海紫江企业集团股份有限公司和上海威尔泰工业自动化股份有限公司，资本市场融资渠道依然较为畅通。

关 注

- 债务规模较大，财务杠杆较高。截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 150.39 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 72.48%和 68.60%，公司债务规模较大，财务杠杆较高。
- 公司房地产业务收入波动较大。2013~2015 年，公司房地产业务分别实现收入 3.82 亿元、15.57 亿元和 2.49 亿元，公司房地产业务收入波动较大，对公司业务稳定性造成不利影响。

分 析 师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓倩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 28 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

PTA 产能过剩比较严重，企业开工率较低，产品价格下跌严重

2015 年全国 PTA 总产能达到 4,705.50 万吨，全年开工率在 65%左右，国内 PTA 产能集中在华东、华北和华南三个区域，其中华东 PTA 产能最大，占全国产能的 43%。目前中国 PTA 产能占到亚洲地区产能比重 66%，占全球 PTA 比重 56%左右。

由于 2009~2012 年 PTA 厂家的毛利率过高，导致国内 PTA 产能增长过快，目前已经严重产能过剩，厂家亏损成为常态，2015 年 PTA 产能增速放缓，保持在 10%以内。聚酯是 PTA 的主要终端。2015 年国内聚酯终端需求增长放缓，2015 年新增聚酯产能约 200 万吨，总产能 4,700 万吨，产能增速仅 5.6%。全年聚酯产量 3,430 万吨，需要消耗 PTA 2,955 万吨，考虑 DPTP、PTT 以及涂料行业等领域约 80 万吨的需求，国内 PTA 总需求 3,035 万吨。

出口方面，国内 PTA 产能过剩，促使企业进口转出口，缓解产能过剩，2015 年出口量为 63 万吨，同比增长 36.20%。

库存方面，2015 年虽然国内 PTA 产能过剩，在石油价格下跌，与全球经济放缓的环境下，国内主要 PTA 公司通过控制开工率，没有增加库存。从供需绝对值看，2015 年供给与需求基本平衡，2015 年库存 150 万吨，与去年基本持平。

价格方面，2015 年随着 PX 产能增加以及原油处于低位，PTA 成本有较大降低，聚酯产业链供需矛盾逐步向上游移动。2015 年 PTA 均价为 4,641.27 元/吨，同比下降 28.28%总体看来 2015 年 PTA 处于调整阶段，产能过剩压力较大，行业开工率较低。

2015 年，紫竹高新区发展态势良好，入住企业持续增加，工业总产值、税收等多项指标保持较快增长

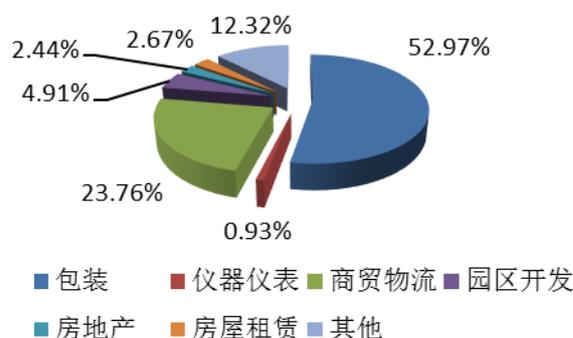
紫江紫竹高新区是上海市除了上海市张江高科技园区之外的第二个国家级高科技园区，地位较为重要。高新区瞄准世界科技前沿产业和国家战略性新兴产业，吸引了中广核、国核等一批国家和市级重大项目落户，入驻有英特尔、微软、GE、可口

可乐等世界 500 强公司研发中心和地区总部。在 2015 年 7 月，科技部火炬中心报的全国 114 个国家高新区中，紫竹高新区排名第 18 位。截至 2016 年 3 月末，紫竹高新区入驻企业共有 1,044 家，其中外资企业 167 家，内资企业 877 家；累计吸引合同外资 30.09 亿美元，外资投资总额达 58.90 亿美元，注册资本达 38.14 亿美元，累计吸引内资注册资本 233.93 亿元人民币。2015 年紫竹高新区实现工业总产值 129.53 亿元，固定资产投资 8.94 亿元。2015 年，紫竹高新区实现税收总收入 50.77 亿元，保持较快增长，自建园以来紫竹高新区已累计实现税收 200 亿元。

业务运营

公司主要从事饮料包装、园区开发、商贸物流、仪器仪表、房地产等业务。2015 年公司实现营业收入 99.30 亿元，同比下降 7.67%，其中包装业务是公司收入主要来源，2015 年公司包装业务实现收入 54.04 亿元，同比上升 1.01%，占公司营业总收入的 52.97%。

图 1：2015 年公司主营业务收入构成



资料来源：审计报告，中诚信证评整理

2015 年，公司饮料包装业务发展平稳，市场占有率依然较高，行业地位稳固；商贸物流板块经营稳定

紫江集团的饮料包装业务主要由公司子公司上海紫江企业集团股份有限公司（以下简称“紫江企业”，股票代码“600210”）经营。截至 2016 年 3 月末，紫江企业注册资本 151,674 万元，紫江集团对其持股比例为 27.06%。

2015 年，紫江企业生产的 PET 瓶及瓶坯、皇

冠盖及标签、喷铝纸及纸板、薄膜、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷和饮料 OEM 这 7 项产品收入分别为 11.90 亿元、10.04 亿元、3.30 亿元、3.65 亿元、5.24 亿元、11.09 亿元和 7.87 亿元。从紫江企业的生产情况来看，2015 年受行业萎靡影响，紫江企业 PET 瓶产销量持续小幅下滑，但紫江企业通过开拓新的合作模式，PET 瓶坯产销量仍保持应有市场份额。2015 年，紫江企业 PET 瓶和 PET 瓶坯产量分别为 35.13 亿只和 97.13 亿只，产销率（销售量/生

产量）分别维持在 100.00% 和 99.68%。截至 2016 年 3 月末，紫江企业共有 48 条 PET 瓶生产线和 83.6 条 PET 瓶坯生产线，产能分别达到 110.5 亿只/年和 118.9 亿只/年。由于饮料销售具有季节性，全年第一、四季度的销售量明显低于第二、第三季度的销量，导致紫江企业生产产能利用率较低。此外，紫江企业还与康师傅、西藏冰川矿泉水等品牌建立了合作关系。

表 1：紫江企业主要产品生产情况

项目名称	2013	2014	2015	2016.3	
PET 瓶	生产线（条）	57	50	48	48
	产能（亿只/年）	110.0	111.4	110.5	112.3
	产量（亿只）	44.09	36.36	35.13	9.22
	销量（亿只）	41.16	36.48	35.13	8.14
PET 瓶坯	生产线（条）	78	82	84	86
	产能（亿只/年）	151.3	113	118.2	121.1
	产量（亿只）	86.38	91.38	70.70	26.75
	销量（亿只）	76.23	85.05	68.26	24.90
OEM	生产线（条）	9	12	14	16
	产能（亿瓶/年）	12.22	16.33	19.31	21.66
	产量（亿瓶）	9.95	11.075	13.194	4.293
	销量（亿瓶）	9.94	11.081	13.148	4.257
皇冠盖	生产线（条）	17	17	17	17
	产能（亿只/年）	224	229	249	249
	产量（亿只）	182.81	190.43	184.41	43.62
	销量（亿只）	183.14	189.61	183.17	39.60
彩色纸包装 印刷	生产线（条）	13	13	13	13
	产能（亿印/年）	4.6	4.6	4.6	4.6
	产量（亿印）	4.89	4.69	4.37	1.21
	销量（亿印）	4.84	4.64	4.33	1.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

紫江企业积极拓展饮料 OEM 业务，主要为碳酸饮料代工业务，其主要客户为可口可乐、百事可乐、乐百氏和统一等。截至 2015 年末，紫江企业共有 14 条热灌装生产线，产能达 19.31 亿瓶/年。2015 年，紫江企业 OEM 产销量分别为 13.194 亿瓶和 13.148 亿瓶。

2015 年，紫江企业皇冠盖及标签、彩色纸包装印刷等包装产品产销基本保持稳定。紫江企业为国内最大的皇冠盖供应商，截至 2016 年 3 月末共有 17 条生产线，是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和

哈尔滨啤酒等国内主要啤酒厂商的重要供应商，2015 年月紫江企业生产皇冠盖 184.41 亿只。在彩色纸包装业务上，截至 2016 年 3 月末，紫江企业共有 13 条彩色纸包装印刷生产线，产能为 4.6 亿印/年，2015 年月产量达到 4.37 亿印。此外，截至 2016 年 3 月末，紫江企业塑料防盗盖和喷铝纸产能分别达到 159.9 亿只/年和 12,506 万平方米/年，产销量保持较快增长。

商贸物流业务方面，2015 年，公司商贸物流业务方面经营稳定，截至 2015 年末，紫江商贸共有

20 家子公司（分公司），拥有仓储面积 5.9 万平方米，各式配送车辆 151 辆，物流配送人员 320 人，建立终端 10,815 余家，合作品牌（厂家）超过 328 个。未来紫江商贸将继续通过收购周边省内商贸物流企业来完善商贸物流网络，进一步增强渠道控制力。

总的来看，2015 年，受饮料业增速下降和公司主要目标客户饮料产销未达预期的影响，公司饮料包装业务部分产品产销量出现下降，但由于公司大力拓展新市场，开发新产品，饮料包装业务 2015 年发展平稳，市场占有率依然较高，行业地位稳固，未来随着公司商贸物流业务的拓展，公司与客户的紧密度将进一步提高，这将有利于公司饮料包装业务的拓展。

2015 年，紫竹高新区发展态势良好，为公司业务发展提供良好支撑

紫竹高新区内的基础设施建设、土地一级开发

以及配套设施建设主要由上海紫竹高新区（集团）有限公司（以下简称“紫竹高新集团”）负责。截至 2016 年 3 月末，紫竹高新集团注册资本 25 亿元，实收资本 25 亿元，其中紫江集团持有 50.25% 股份，持股比例保持不变。

紫竹高新集团的收入主要来自于土地出让收入、服务收入、配套设施收入、租金收入以及代管委会进行土地整理以及基础设施建设的服务费收入，其中代管委会进行土地整理以及基础设施建设的服务费收入占比较高。紫竹高新集团 2015 年及 2016 年 1~3 月营业总收入分别为 10.61 亿元和 2.01 亿元。因为研发基地土地资源稀少，高新区减慢土地批租速度，提高了引进企业的门槛，2015 年，紫竹高新集团未发生土地出让业务。

截至 2016 年 3 月末，紫竹高新集团在建项目总投资额为 25.70 亿元，截至 2016 年 3 月末，完成投资 22.94 亿元。

表 2：截至 2016 年 3 月末紫竹高新集团主要在建工程情况

工程名称	预计建设周期	预计投资总额（万元）	已完成投资额（含转固）（万元）	资金来源	投资计划（万元）2016.4~12
紫竹创意港工程项目	2014.9~2015.12	187,000.00	177,800.87	自有+项目贷款	10,000.00
紫竹科研教育中心项目一期	2013.1~2016.12	70,000.00	46,975.51	自有+项目贷款	23,023.49
紫竹酒店工程项目	-	-	1,085.80	自有资金	-
紫竹小镇工程项目	-	-	3,491.13	自有资金	-
合计	-	257,000.00	229,353.31	-	33,023.49

注：1、紫竹小镇工程项目为紫竹高新区商业配套项目，拟建成开发区商业中心。现仅成立项目公司，现阶段仅为设计阶段，故暂无发改委批文、环评及土地使用权证。相关已发生投资金额为铺底的人员及设计费用等前期费用，目前已投入资金为企业自有资金，后续开发将视情况配套银行贷款。因企业已投入 3,491.13 万元先期资金，故在核算时将其纳入在建工程；2、紫竹酒店工程项目为紫竹高新区配套项目。现仅成立项目公司，现阶段仅为设计阶段，故暂无发改委批文、环评及土地使用权证。相关已发生投资金额为铺底的人员及设计费用等前期费用，目前已投入资金为企业自有资金，后续开发将视情况配套银行贷款。因企业已投入 1,085.80 万元先期资金，故在核算时将其纳入在建工程；3、紫竹创意港工程项目又名紫竹网络视听产业基地项目，项目投资总额以及建设周期在实际施工过程中已超过原计划建设周期和总投资额。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

另外，紫竹高新集团目前可租赁资产为东川路 555 号共 6 幢办公楼，出租面积 13.15 万平方米。2013~2015 年分别实现租金收入 18,784.55 万元、18,505.75 万元和 23,574.51 万元。目前紫竹高新区内的基础设施建设基本完成，未来紫竹高新集团将更多地投资于楼宇经济，预计租金收入将提高。

受仪器仪表行业不景气影响，公司仪器仪表业务经营情况下滑明显；受紫竹半岛无新项目开盘影响，公司房地产业务收入下滑较多，但公司房地产项目定位较为高端，且公司房地产项目土地款均已支付，未来资金压力不大，预计房地产业务仍存在较大的盈利空间

公司仪器仪表业务主要由上市子公司上海威尔泰工业自动化股份有限公司（以下简称“威尔泰”，股票代码“002058”）经营。威尔泰是国内领先的仪

器仪表生产厂商，主要产品包括压力变送器、电磁流量计、温度变送器和调节阀。受行业不景气影响，威尔泰 2015 年经营情况下滑明显，当年实现营业总收入 0.98 亿元，同比减少 20.6%，亏损 0.12 亿元。

房地产业务方面，公司主要经营两个房地产项目，一是由紫竹高新集团子公司上海紫竹半岛地产有限公司（以下简称“半岛公司”）开发的紫竹半岛一期项目；一是由紫江企业下属上海紫都佘山房产有限公司开发的“佘山晶园”别墅项目。2015 年，受紫竹半岛一期项目无新开盘项目影响，公司房地产业务收入下滑明显，当年实现收入 2.49 亿元，同比

下降 83.98%。截至 2016 年 3 月末，半岛一期项目累计完成投资 27.15 亿元，累计回笼资金 29.52 亿元；“佘山晶园”别墅项目分四期开发，其中第一、二期已开发完毕并全部售完，第三期处于开发过程中，截至 2016 年 3 月末，三期项目已完成投资 6.43 亿元，已回笼资金 5.38 亿元。

总体来看，2015 年，受紫竹半岛一期项目无新开盘项目影响，公司房地产业务收入下滑明显，但公司房地产项目定位较为高端，且公司房地产项目土地款均已支付，未来资金压力不大，预计房地产业务仍存在较大的盈利空间。

表 3：截至 2016 年 3 月末公司房地产项目开发情况

项目	佘山晶园一期	佘山晶园二期	佘山晶园三期	佘山晶园四期	紫竹半岛一期 A 区	紫竹半岛一期 B 区
完工情况	已完工	已完工	在建	未开工	在建	在建
土地面积（亩）	244.00	155.00	294.00	332.00	107.00	186.00
建筑面积（平方米）	27,792.00	20,734.00	39,165.00	44,289.00	85,309.98	-
房屋/别墅套数（套）	63	62	112	-	936	1,252
总投资（万元）	36,530.00	41,381.00	90,000.00	120,000.00	200,000.00	21,000.00
已投资（万元）	36,530.00	41,381.00	64,329.60	32,488.00	193,485.00	78,000.00
建设周期	2001.1~2005.6	2007.9~2008.12	2009.3~	-	2008.6~2016.6	2015~2017
预售时间	2005.2	2008.4	2010.6	2019.1	2010.2	2015-
已售面积（平方米）	27,810.00	20,488.00	7,296.40	-	84,847.93	25,869.09
累计回笼资金（万元）	82,735.00	105,568.00	53,777.00	-	247,300.00	47,944.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

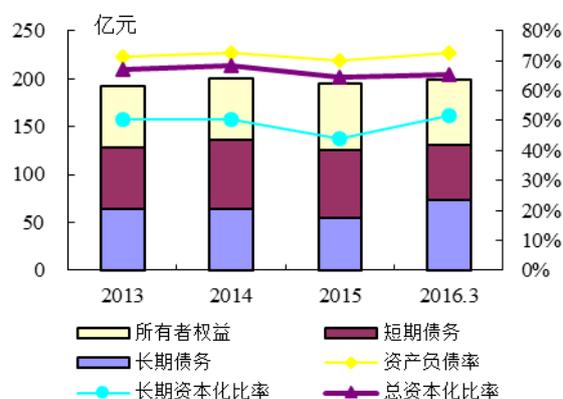
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度财务报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

2015 年，公司资产及负债规模均略有下降，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 231.28 亿元，同比下降 0.12%；同期，公司负债总计为 162.27 亿元，同比下降 3.52%。净资产方面，随着留存利润的积累，公司自有资本实力不断增强，截至 2015 年 12 月 31 日，其所有者权益（含少数股东权益）为 69.01 亿元，同比增长 8.91%。2016 年 3 月末，

公司总资产为 250.16 亿元，总负债 181.32 亿元，所有者权益 68.83 亿元。

图 2：2013~2016.3 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2015 年末，公司流动资

产为 134.06 亿元，占总资产比例为 57.97%；公司流动资产主要由存货、货币资金和应收账款构成，分别占比 67.54%、15.79%和 10.43%。截至 2015 年末，公司存货为 90.55 亿元，存货除包含下属企业的原材料、在产品和生产制成品外，主要是子公司在紫竹高新区园区开发和房地产项目上的开发成本，尽管房地产市场调控政策的变化使公司房地产项目销售受到一定影响，存货周转速度较慢，但公司名下房产项目地段较佳，随着市场回暖公司项目变现能力将逐渐增强。截至 2015 年末公司货币资金 21.17 亿元，货币资金相对充足；同期应收账款为 13.98 亿元，应收账款的增加主要系公司日常业务开展所致，1 年以内的应收账款占总应收账款的 95.35%，结构合理。截至 2016 年 3 月末公司流动资产为 150.87 亿元，占总资产比例为 60.31%；公司存货为 91.88 亿元，占当期流动资产的 67.54%。

截至 2015 年末，公司非流动资产为 97.22 亿元，占总资产的比率为 42.03%。非流动资产主要是固定资产、在建工程和投资性房地产，分别占比 45.27%、19.95%和 16.87%。截至 2015 年末固定资产 44.01 亿元，主要是房屋建筑、机器设备和办公用品；在建工程 19.39 亿元，主要是企业扩大产能所进行的固定资产投资。截至 2016 年 3 月末，公司非流动资产为 97.22 亿元，以生产设备和厂房等固定资产、投资性房地产和在建工程为主，截至 2016 年 3 月末以上科目余额分别为 44.08 亿元、16.30 亿元和 21.42 亿元。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，截至 2015 年末流动负债为 107.02 亿元，占总负债的 65.95%。流动负债构成方面，2015 年末公司流动负债主要为短期借款、应付票据和一年到期其他非流动负债为主。截至 2015 年末，公司短期借款为 44.98 亿元，主要是抵押借款、保证借款和信用借款；同期公司应付票据 2.41 亿元，为银行承兑汇票和商业承兑汇票。截至 2016 年 3 月末流动负债为 107.14 亿元，占总负债比重为 59.09%。截至 2015 年末，公司总债务为 135.51 亿元，其中短期债务为 80.81 亿元，长期债务为 54.70 亿元；截至 2016 年 3 月末，公司总债务为 150.39 亿元。

从财务杠杆比率来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.16%和 66.26%，分别同比下降 2.48 个百分点和 3.11 个百分点。

从债务结构来看，截至 2015 年末，公司短期债务 80.81 亿元，同比增加 1.79%，长期债务 54.70 亿元，同比减少 14.72%，长短期债务比（短期债务/长期债务）1.47 倍，公司短期债务占比略高，有待进一步优化。

总体来看，2015 年公司资产、负债及净资产规模基本稳定，公司财务杠杆比率虽略有下降，但仍处于较高水平。

盈利能力

2015 年公司实现营业总收入 99.30 亿元，同比下降 11.80%，主要是由公司房地产业务收入下降较快所致。2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 24.92 亿元。

从收入构成来看，包装业务是公司主要收入来源，2015 年包装业务实现收入 54.04 亿元，同比增长 1.01%，毛利率 22.40%，同比增长 1.23 个百分点。公司主营业务收入的其他部分来自于仪器仪表、园区开发、房地产和商贸业务等。其中仪器仪表业务收入规模较小，受仪器仪表行业下滑影响，2015 年仪器仪表业务收入下滑至 0.95 亿元，同比下降 20.60%，毛利率为 36.20%，同比上升 5.37 个百分点。由于政府的支持及企业陆续入驻园区，2015 年园区开发业务实现收入 5.01 亿元，同比增长 6.37%，毛利率为 89.72%，同比增长 4.37 个百分点。由于紫竹半岛一期无新开盘项目，2015 年房地产收入大幅下降至 2.49 亿元，同比下降 84.01%。

表 4: 公司 2014~2015 年分板块收入和毛利率情况

单位: 亿元、%

项目名称	2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率
包装	53.50	20.17	54.04	22.40
仪器仪表	2.66	30.83	0.95	36.20
商贸物流	26.27	5.75	24.24	6.49
园区开发	4.71	85.35	5.01	89.72
房地产	15.57	17.53	2.49	36.70
房屋租赁	2.46	87.18	2.72	68.69
其他	8.72	24.63	12.57	19.18
营业收入合计	112.58	20.96	99.30	23.35

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司三费逐年增加, 2015 年三费合计 19.34 亿元, 同比增长 11.02%。2015 年公司管理费用 9.95 亿元, 同比增加 7.10%, 主要是公司增大了技术研发的投入。公司债务融资量较大使得各年财务费用支出上升, 2015 年公司财务费用 5.04 亿元, 同比增加 23.23%。2015 年, 由于营业收入的下降幅度较大, 三费收入占比上升至 19.47%, 公司期间费用控制能力有所减弱。

表 5: 2013~2016.3 年公司期间费用分析

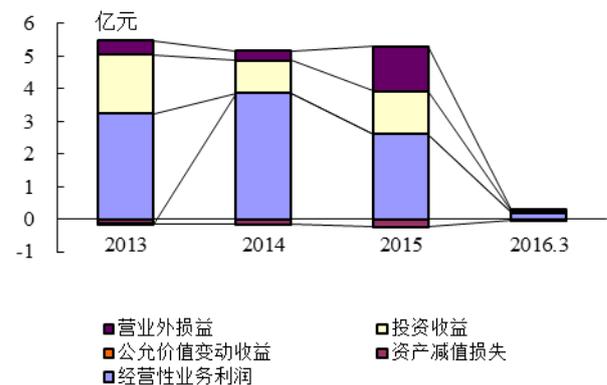
单位: 亿元、%

项目名称	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	3.66	3.83	4.34	1.20
管理费用	10.03	9.29	9.95	2.94
财务费用	3.45	4.29	5.04	1.44
三费合计	17.14	17.42	19.34	5.59
营业总收入	101.76	112.58	99.30	24.92
三费收入占比	16.85	15.47	19.47	22.43

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2015 年公司实现利润总额 5.06 亿元, 同比增长 1.35%。经营性利润是利润总额的主要来源, 2015 年由于营业收入下降, 公司实现经营性业务利润为 2.61 亿元, 同比下降 32.45%。此外政府补助是公司重要的利润来源, 2015 年公司获得政府补助 1.29 亿元。

图 3: 2013~2016.3 年公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2015 年, 公司期间费用控制能力有所减弱, 受房地产业务收入下降较快影响, 公司经营性业务利润有所下滑, 但由于当期政府补助款较多, 弥补了一定的收益, 公司利润总额保持稳定。

偿债能力

目前, 公司债务主要以短期债务为主, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总债务为 135.51 亿元, 同比下降 5.59%, 其中短期债务 80.81 亿元、长期债务 54.70 亿元。2016 年 3 月末, 公司长、短期债务分别为 73.64 亿元和 76.76 亿元。

表 6: 2013~2016.3 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.3
总债务 (亿元)	130.82	143.53	135.51	150.39
EBITDA (亿元)	16.57	15.30	15.20	-
经营活动净现金流 (亿元)	12.90	18.63	13.08	2.73
总债务/EBITDA (X)	7.89	8.92	8.91	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.35	1.92	2.01	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.10	0.13	0.10	0.07
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.83	2.34	1.73	1.89
资产负债率 (%)	71.42	72.64	70.16	72.48
总资本化比率 (%)	67.42	69.37	66.26	68.60

注: 2016 年第一季度经营净现金流/总债务指标经过年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成, 2015 年 EBITDA 各项组成部分金额变化不大, 公司 EBITDA 保持稳定, 当年 EBITDA 为 15.20 亿元, 同比下降 0.67%。

从偿债能力指标来看, 2015 年公司总债务

/EBITDA 为 8.91 倍，较上年基本持平；EBITDA 利息保障倍数为 2.01 倍，较去年上升 0.09 倍。经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.10 倍和 1.73 倍。公司 EBITDA、经营活动净现金对债务本息的保障程度有所减弱。

截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 232.19 亿元，其中未使用授信额度为 122.25 亿元，具有较好的备用流动性。

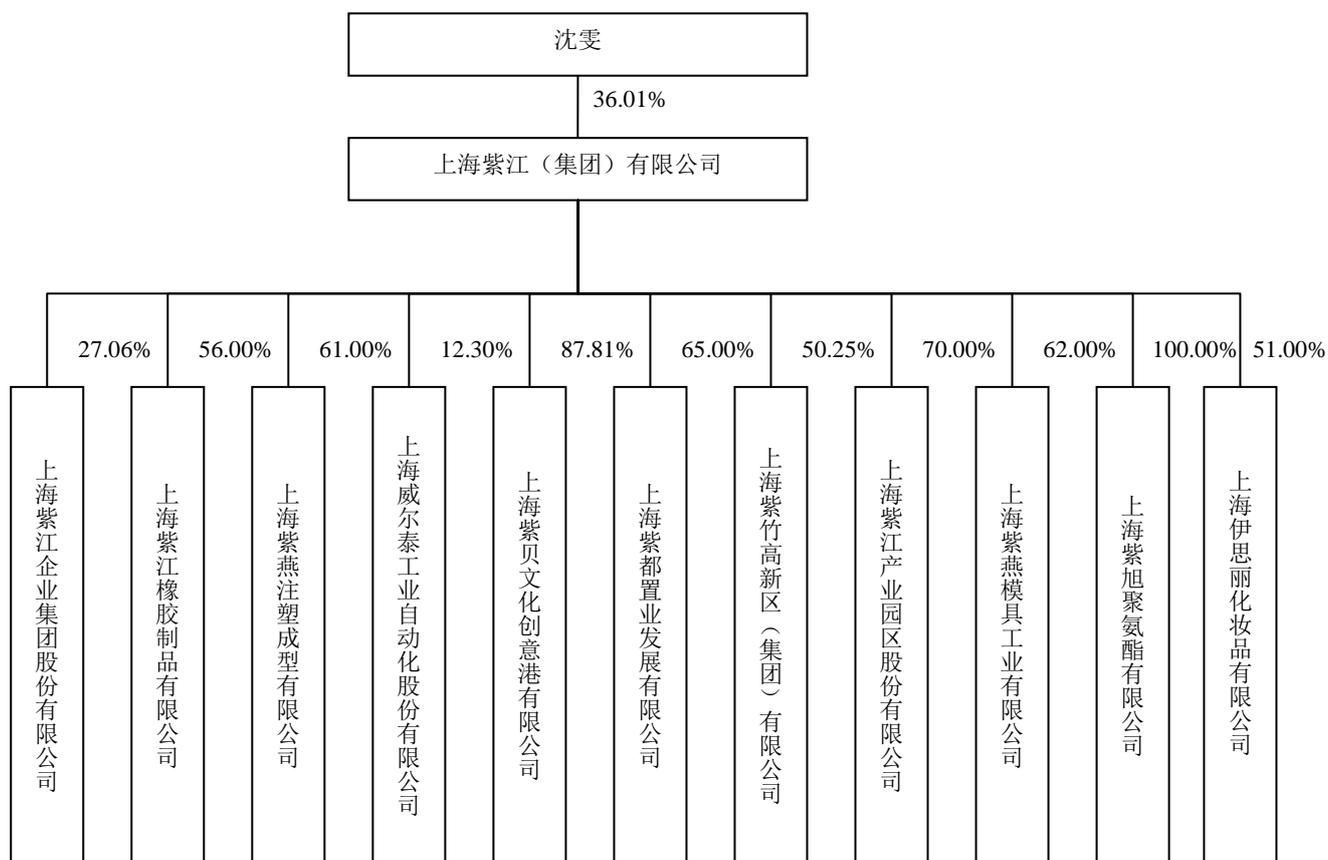
或有负债方面，截至 2015 年末，公司对上海紫华包装有限公司担保 1,000 万元，公司对外担保金额较小，风险整体可控。2015 年公司无需披露的重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

总体来看，2015 年，公司收入有所下降，盈利能力保持稳定，财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平，公司偿债指标有所弱化，但考虑到公司饮料包装业务市场地位依然稳固，紫竹高新区经济和税收保持较快增长，公司获得了上海市人民政府以及闵行区政府的大力支持等因素，公司整体竞争实力依然很强，整体偿债能力依然很强。

结 论

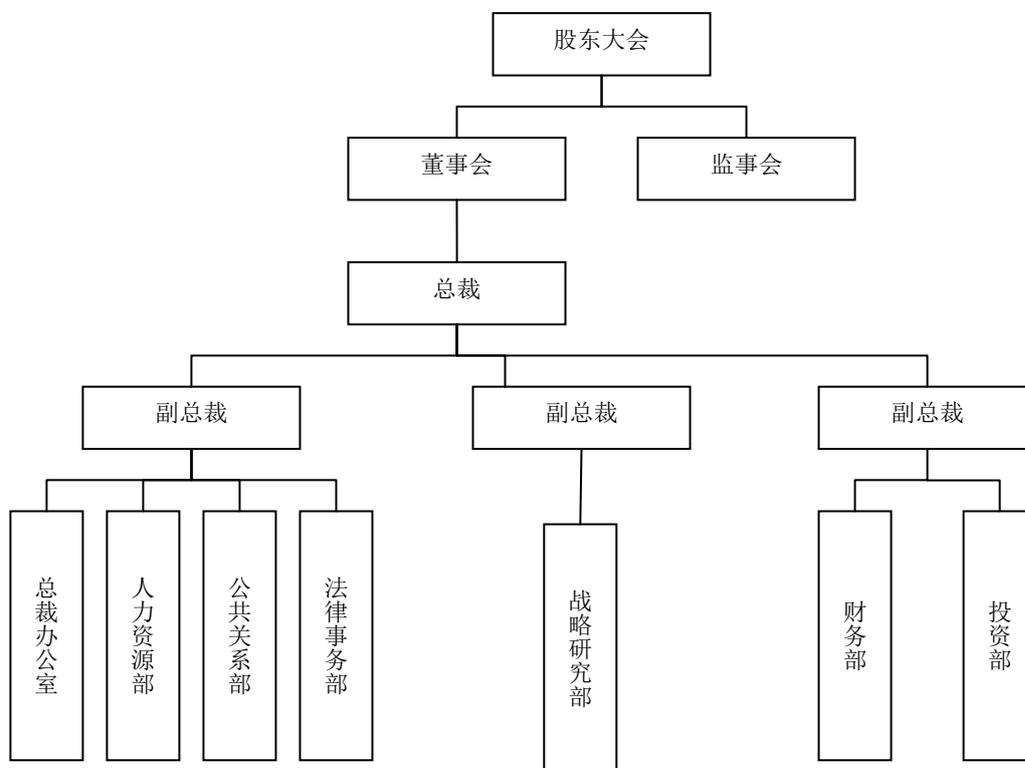
综上，中诚信证评维持紫江集团主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“上海紫江（集团）有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

附一：上海紫江（集团）有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

附二：上海紫江（集团）有限公司组织架构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：上海紫江（集团）有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	218,791.31	327,541.71	211,746.16	339,095.54
应收账款净额	134,834.98	125,170.80	139,763.56	166,131.38
存货净额	917,856.91	864,746.23	905,485.35	918,772.06
流动资产	1,327,218.88	1,383,919.62	1,340,593.03	1,508,656.31
长期投资	132,736.94	131,785.52	118,508.22	119,351.35
固定资产合计	694,565.37	745,546.17	440,063.22	440,844.74
总资产	2,211,521.79	2,315,472.65	2,312,752.73	2,501,579.57
短期债务	666,612.52	793,907.72	808,084.24	767,572.34
长期债务	641,597.47	641,438.85	547,011.23	736,362.00
总债务（短期债务+长期债务）	1,308,209.99	1,435,346.57	1,355,095.46	1,503,934.34
总负债	1,579,465.58	1,681,850.60	1,622,669.20	1,813,231.37
所有者权益（含少数股东权益）	632,056.21	633,622.06	690,083.53	688,348.20
营业总收入	1,017,608.80	1,125,811.30	993,002.73	249,157.09
三费前利润	203,739.17	212,843.93	219,491.92	57,735.16
投资收益	18,093.42	9,887.66	13,104.05	548.74
净利润	34,332.57	31,486.25	34,706.29	-1,577.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	165,724.96	153,034.09	152,015.08	-
经营活动产生现金净流量	128,980.40	186,260.28	130,775.88	27,252.32
投资活动产生现金净流量	-156,534.91	-133,698.79	-121,012.62	-32,238.64
筹资活动产生现金净流量	62,796.08	54,378.58	-127,766.90	135,642.27
现金及现金等价物净增加额	36,130.74	107,201.57	-118,140.21	126,488.68
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	21.23	20.96	23.35	24.15
所有者权益收益率（%）	5.43	4.97	5.03	-0.92
EBITDA/营业总收入（%）	16.29	13.59	15.31	-
速动比率（X）	0.44	0.50	0.41	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.13	0.10	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.23	0.16	0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	1.83	2.34	1.73	1.89
EBITDA 利息倍数（X）	2.35	1.92	2.01	-
总债务/EBITDA（X）	7.89	9.38	8.91	-
资产负债率（%）	71.42	72.64	70.16	72.48
总资本化比率（%）	67.42	69.37	66.26	68.60
长期资本化比率（%）	50.37	50.31	44.22	51.69

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司 2016 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出¹ - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。